

University of Groningen

Van Nutricia to Numico

Westerman, Wim

Published in:
Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie

IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

Publication date:
2002

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

Citation for published version (APA):

Westerman, W. (2002). Van Nutricia to Numico: financiële modellering en financiële selectiemethoden bij een Europese overname. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 76(1/2), 48-53.

Copyright

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

Take-down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.

Van Nutricia tot Numico:

Financiële modellering en financiële selectiemethoden bij een Europese overname

Wim Westerman

SAMENVATTING In 1995 nam het toenmalige kindervoeding-concern Nutricia het niet veel kleinere, eveneens op Europese schaal werkende, in Duitsland gevestigde Milupa over. Deze acquisitie verzekerde voor lange tijd het voortbestaan van wat nu Numico heet. De financiële modellering van de overname rustte op vier peilers: 1) een uitgewogen strategische visie, 2) een gedetailleerde kennis van productieprocessen, 3) het goed doorgronden van Milupa's boeken en 4) het weg willen werken van subjectiviteit. De financiële investeringsselectie gebeurde primair conform de financieel-economische theorie: de IRR-methode stond voorop. Daarnaast werd ook de communicatiefunctie van boekhoudkundige methoden naar financiële markten op waarde geschat. De communicatie tussen 'de wetenschap' en 'de praktijk' kan echter nog wel wat beter.

1 Inleiding

Koninklijke Numico N.V. ontstond in 1998 uit een naamswijziging van de N.V. Verenigde Bedrijven Nutricia. De nieuwe naam toonde aan dat, na de overname in 1995 van het niet zo veel kleinere (en eveneens op Europese schaal werkende) Duitse Milupa, het aloude kindervoedingconcern was veranderd. De onderneming was niet meer een geheide overnamekandidaat: Numico kwam in veel Europese

landen in één klap in de top-2 terecht. Het is interessant om te zien hoe een grote onderneming de financiële waardering bij een dergelijke acquisitie doet, om zo te kunnen bekijken of er aan de wetenschap nog iets valt toe te voegen of af te doen. De probleemstelling voor dit artikel luidt daarom: 'in welke zin wijken de manier waarop Nutricia de overname van Milupa financieel heeft gemodelleerd en haar keuzes voor methoden van financiële investeringsselectie af van wat in de financieel-economische wetenschap daaromtrent wordt verondersteld?'

Blijkens de vraagstelling gaat het hier om het beschrijven van het (beslissings)proces bij financiële waardering van overnames op Europees niveau. Er wordt daarom niet ver in detail nagegaan, hoe een onderneming nu haar financiële huiswerk doet. Wel is aan de twee respondenten bij het onderzoek nogal uitgebreid gevraagd, hoe ze tegen de door hun onderneming gehanteerde werkwijze aankijken. Het onderzoek bij Numico past in een kader van zeven cases, die verwerkt worden in mijn dit jaar te verschijnen proefschrift. De daarin te kiezen bedrijfskundige insteek wordt nu echter ingeperkt tot zaken die met financiële waardering van doen hebben. Hierna volgt eerst een overzicht van de voor dit artikel relevante concepten aangaande financiële waardering van overnames (paragraaf 2). Daarna wordt beschreven hoe Nutricia indertijd de financiële modellering heeft gedaan (paragraaf 3). Vervolgens wordt aangegeven welke financiële selectiemethoden door haar zijn toegepast (paragraaf 4). In de conclusie (paragraaf 5) volgt een wetenschappelijke evaluatie van de casus op hoofdlijnen.

2 Financiële waardering

De financiële waardering van een overname (of een andere investering) bestaat uit twee in principe opeenvolgende delen. Eerst moet er een financiële

Drs. W. Westerman is universitair docent financieel management bij de Faculteit Bedrijfskunde van de Rijksuniversiteit Groningen. Hij is dank verschuldigd aan Drs. E.F. van Veen en Ir. D.F. van Berckelaer van Numico voor de door hen beiden verstrekte informatie. Tevens dankt hij Dr. J.H. von Eije (RUG), Prof. Dr. A.C.C. Herst (OU/UM) en twee anonieme referenten voor hun opmerkingen bij delen van eerdere versies van dit artikel. Natuurlijk zijn alle nog resterende tekortkomingen des schrijvers.

representatie van het effect van het nieuwe bedrijf op de waarde van de (oude) investerende onderneming komen. Deze betreft de vormgeving van de activiteiten, het opbouwen van winsten en kasstromen, alsmede het bepalen van disconteringsvoeten. Na deze financiële modellering zal bij de financiële investeringsselectie worden bepaald, in hoeverre het bedrijf voor de investeerder economische waarde toevoegt. Daarvoor zijn zowel boekhoudkundige methoden en disconteringsmethoden als aandeelhouderwaardemethoden beschikbaar. Net als bij de in principe voorafgaande strategische analyse zullen de hoofdlijnen van de financiële investeringsselectie voor een zelfstandig en professioneel werkende investeerder al vastliggen. Het gaat dus om de invulling van de gegeven kaders. De uitkomst van de financiële waardering door de onderneming bepaalt of haar investering vanuit het financieel management perspectief haalbaar is. In de rest van deze paragraaf wordt het voorgaande nader toegelicht.

Financiële modellering

Ten aanzien van de vormgeving van de financiële modellering worden in het kader van dit onderzoek drie aspecten van bovengemiddeld belang geacht (vergelijk de beschrijving door Tempelaar [1986] van financiële planningbenaderingen in de financieel-economische wetenschap). Het eerste aspect betreft de herkomst van het raamwerk voor het hoofdmodel (dat overigens zelf weer gebruik kan maken van gegevens uit submodellen). Dit raamwerk kan in eigen beheer zijn ontwikkeld, maar ook van anderen zijn overgenomen of ook wel bij derde partijen worden ingekocht. Tevens kunnen er specifieke aanpassingen voor het betreffende geval zijn gemaakt. Verder is het in dit onderzoek van belang om te weten, of en hoe de investeerders met de modellen experimenteren. Daarbij zijn er zowel gevoeligheidsanalyses als scenarioanalyses denkbaar. Deze modelanalyses kunnen een eenvoudig karakter dragen, maar ook op een geavanceerde manier worden uitgevoerd. Het is tenslotte van belang om de gebruikte planningstermijn te kennen. Deze zegt iets over het gezichtsveld van de onderneming in de toekomst. De termijn kan oplopen van enkele jaren tot zelfs wel twintig jaar, of ook wel in het model gemakkelijk zijn te variëren.

Als het gaat om het bepalen van (componenten van) de winst en de kasstroom, is het goed om te weten vanuit welk denkkader de redenering voor de onderneming start. Tempelaar (1986) onderkent hiertoe boekhoudkundige en economisch-theoretische benaderingen. Wanneer in termen van kasstromen wordt

gewerkt, kan een directe methode worden gevolgd. Wegens eisen rond aansluiting met de interne en externe rapportage is dit echter onwaarschijnlijk. Er zal bij de calculaties dus altijd wel een winstopbouw aanwezig zijn. In een dergelijk geval speelt ook de balans, als een soort Siamese tweeling met de resultatenrekening, een al dan niet bescheiden rol. Alle genoemde financiële overzichten kunnen genormaliseerd zijn, wat wil zeggen dat ze uitgaan van een gemiddelde en stabiele situatie. Daarnaast kan er echter ook van een bepaalde geplande groei worden uitgegaan. Een laatste punt van aandacht betreft de restwaarde (winstbenadering) of eindwaarde (kasstroombenadering) van de investering na afloop van de gehanteerde planperiode. Omdat deze een groot deel van de waarde kan bepalen, is het van belang of en hoe deze wordt berekend.

In bepaalde gevallen worden (winsten en) kasstromen gedisconteerd. In lijn met de economisch-theoretische benadering (Tempelaar, 1986) kunnen zo aspecten van tijdswaarde en risico in de investeringsbeslissingen meegewogen worden. Hier is de basis die voor het disconteren wordt gebruikt, van belang. Dit kan een kostenvoet van het vreemd vermogen ('de rentevoet'), het eigen vermogen ('het winstpercentage') of het gemiddeld totaal vermogen ('de Weighted Average Cost of Capital of WACC') zijn. Op deze basisvoet kan een toeslag komen. De disconteringsvoet zal door betrokkenen in meer of mindere mate arbitrair zijn bepaald. Er kan een vergelijking met andere ondernemingen worden gemaakt. Verder kunnen ook eigen berekeningen zijn gedaan, bijvoorbeeld door het op één of andere wijze toepassen van het Capital Asset Pricing Model (CAPM). Tevens kan er bij de financiële modellering met specifieke situaties rekening worden gehouden, zoals bijvoorbeeld de bedrijfstak of het land waarin wordt geïnvesteerd. De vormgeving van de modellering, het bepalen van winsten en kasstromen, alsmede de wijze waarop eventueel wordt gedisconteerd, legt de basis voor de financiële selectiemethoden die een investeerder kan toepassen. Op dit laatste wordt nu nog kort nader ingegaan.

Financiële investeringsselectie

Zolang geprognosticeerde resultatenrekeningen aan de basis liggen van financiële waardebepalingen, zullen investeerders boekhoudkundige selectiemethoden in hun financiële beoordelingen blijven betrekken. Naast de eigen ('stand-alone') waarde van het nieuwe bedrijf (die benchmarking toelaat), kunnen de door een investeerder te bewerkstelligen synergie-effecten afzonderlijk zelfstandig worden beoordeeld (Sirower,

1997). Bij de waardering kunnen diverse soorten kengetallen een rol spelen (Walsh, 1996). In het kader van dit artikel wordt hierbij geduid op operationele fysieke en financiële kengetallen (zoals volumes, omzetten, marges, winsten en kasstromen) en tevens op diverse soorten rendementen op investeringen (return on investment, return on capital employed, return on equity, enzovoorts). Daarnaast kan de invloed van een investering op de liquiditeit en de solvabiliteit als een maatstaf voor de financiële waarde gelden. Door omwerking van voorgaande gegevens kunnen vervolgens break-even-punten en terugverdiëntijden worden bepaald. Verder kunnen uit historische en geplande balansen af te lezen intrinsieke waarden en op de beurs geldende 'multiples' (zoals de winst per aandeel) nog tot de boekhoudkundige selectiemethoden worden gerekend.

Met behulp van disconteringsmethoden kan op een theoretisch verantwoorde manier (reële optiewaardemethoden worden in de moderne literatuur superieur geacht), de financiële waarde van een investering worden bepaald. In het kader van dit onderzoek zijn drie soorten disconteringsmethoden van belang (Walsh, 1996). Als eerste moet de netto contante waarde (NCW) methode worden genoemd. De financiële waarde van contant gemaakte kasstromen kan hiermee worden berekend. Verder is ook de internal rate of return (IRR) methode van belang. Daarmee kan het rendement op kasstromen in een percentage worden uitgedrukt. Ten slotte kunnen bij overnames rendements- en rentabiliteitswaarden worden berekend. Met deze methoden kan de financiële waarde van respectievelijk winsten en dividenden worden bepaald. De vrije kasstroom (free cash flow, FCF) benadering van Rappaport (1986) en de toegevoegde economische waarde (economic value added, EVA) methode van (Stern) Stewart (1991) vormen specifieke uitwerkingen van de netto contante waarde methode. De eerste benadering heeft een strategische invalshoek, terwijl de tweede op de financiële rapportage is gericht. Samen worden ze aandeelhouderwaardemethoden genoemd.

3 Financiële modellering Nutricia

Nadat Nutricia in de zomer van 1995 was uitgenodigd om als laatkomer toch nog op de Milupa-bedrijven te bieden, zijn door haar eerst economisch-technische en financiële berekeningen 'op de achterkant van een sigarendoos' uitgevoerd, die later steeds verder werden verfijnd. Toenmalig financieel directeur de heer Van Veen zegt hierover: 'Je moet rekenen als

een boekhouder'. Berekeningen verminderen de gevoelde onzekerheid. De heer Van Berckelaer, hoofd van de afdeling Business Economics & Re-engineering (BER), bevestigt dit. 'Sommertjes kun je alle kanten op maken, maar je moet ze wel maken. Je moet een gevoel hebben waar het over gaat en de grote knoppen moet je weten. Er zit rek in het getal, maar de subjectiviteit uit het getal wil je weg hebben'. Voor de berekeningen worden diverse perspectieven gebruikt. Grafische voorstellingen zijn dan instructief. Er wordt vervolgens bezien, of de uitkomsten 'binnen of buiten mijn grenzen' liggen. Deze grenzen liggen niet vast, maar worden gevoelsmatig gesteld.

Nutricia berekende bij de overname van de Milupa-activiteiten diverse synergie-effecten. Deze effecten omvatten met name:

- het beter te gelde maken van de bekende Duitse merken van Milupa (de marges hierop waren gestaag gedaald) door de introductie van nieuwe producten en verpakkingsmethoden;
- verlaging van beheerskosten door verplaatsing van Nutricia's Centraal-Europese hoofdkantoor van Zoetermeer naar dat van Milupa in Friedrichsdorf (bij Frankfurt);
- afvlakking van de beheersstructuur van Milupa, waarbij verantwoordelijkheden duidelijker werden neergelegd en de afstandelijke cultuur op het hoofdkantoor werd doorbroken;
- vergaande kostenbewaking op activiteitsniveau (de kostprijs van babymelk lag bij Milupa een kwart hoger dan bij Nutricia), bijvoorbeeld door een strenge ketenbewaking in de grondstoffenproductie;
- het voortaan beleveren van Milupa's Duitse fabrieken (die kampten met een hoge inkoopprijs van basispoeder) vanuit goedkope Nutricia-fabrieken, het integreren van een kleine Nutricia-fabriek voor graanproducten in een Milupa-fabriek en het verleggen van productie naar landen met lage personeelskosten;
- het combineren van bepaalde R&D-activiteiten van de beide partners;
- het beëindigen van een onderlinge procedure over de vermeende schadelijke kwaliteiten van bepaalde Nutricia-producten.

Bij het 'reconstrueren' van de resultatenrekeningen van de Milupa-activiteiten (vooral merken en fabrieken) werden incidentele en irrelevante zaken eruit gelicht. Een complicerende factor was dat Milupa geen onderscheid maakte tussen fiscale en bedrijfs-economische rapportage. De diverse budgetten werden geconsolideerd per land, waarbij verschillende rapportageregels werden gebruikt. De heer Van Veen:

‘Het verhaal sloot niet. Waar zat nu de winst? Hoe kun je zo een bedrijf aansturen?’ Gevoel voor ‘de business’ bleek bij de beoordeling dus belangrijk te zijn. De heer Van Berckelaer concludeert: ‘Je moet de business case eronder (de financiële cijfers – WW) vandaan halen’. Er werd daarom binnen de eigen Nutricia-groep met diverse functionarissen gesproken in termen van het verloop van operationele kengetallen in de tijd en bij variërende bezettingen. Hier deed Nutricia ook haar voordeel met de kennis die eerder bij een doorlichting van de eigen bedrijven was opgedaan. Het boekenonderzoek richtte zich vervolgens op dubieuze debiteuren, voorzieningen en operationele zaken (zoals de kwaliteit van het management en de fabrieken).

De financiële beoordeling van de Milupa-bedrijven vond met name plaats aan de hand van activiteitenratio's. De ‘return on sales’ (ROS) van Milupa was in de loop der jaren verslechterd van 9% (situatie per 1986/87) naar 3% (budget van Milupa voor 1995), of vermoedelijk zelfs 0% (uitkomst tot en met september 1995). Milupa behaalde in 1994 op een omzet van ongeveer f 1 miljard een nettowinst van f 16 miljoen. Er werd in de eerste negen maanden van 1995 een verlies van f 11 miljoen geleden, dat in de maanden daarna weer kon worden omgebogen. Er leek een synergie-potentieel van f 150 miljoen bedrijfsresultaat te zijn. De operationele winstmarge moest in vijf jaar van 3,3% naar 10% kunnen gaan (Nutricia had in het topjaar 1994 een marge van 11,9%). Nutricia verwachtte met de Milupa-activiteiten in 1996 een winst van minstens f 40 miljoen te kunnen behalen.

De resultaten van het oude Milupa werden niet alleen ‘stand-alone’ voorspeld, maar ook geconsolideerd geprognosticeerd. Behalve omzetten en kosten waren bij de financiële beoordeling van de Milupa-overname activa en passiva van belang. Meer dan om de intrinsieke waarden (liquidatiewaarden werden niet bepaald) van de Milupa-bedrijven, ging het hierbij om de toekomstige balans van het vergrote Nutricia zelf. Omdat Milupa slecht renderend was (en zelfs op een verlies¹ leek af te stevenen), terwijl ook een verslechtering van Nutricia's solvabiliteit was te verwachten, leek een daling van de koers/winstverhouding van het Nutricia-aandeel niet te voorkomen. Er werd een koersdoel vastgesteld, dat in de berekeningen niet mocht worden onderschreden. Na aankondiging van de overname ging de beurskoers van Nutricia inderdaad even omlaag, maar deze herstelde zich snel.

De bepaling van de waarde van investeringen vindt bij Numico plaats aan de hand van een softwarepakket, dat wordt geleverd door een Nederlandse consultancy-firma. De opbouw van de berekeningen volgt het strategisch waardemanagement-stramien van Rappaport (1986). Vrije kasstromen (‘free cash flows’) staan hierin centraal. Naast de operationele kasstromen vormt de hoogte van de additionele investeringen in vaste activa en werkkapitaal ook een belangrijk analyse-element. Het gaat daarbij niet alleen om de interne (‘stand-alone’) waarden: op synergie-effecten wordt door Numico juist in het bijzonder gelet. Eindwaarden (‘restwaarden’) worden na de gehanteerde lange voorspeltermijn meestal niet meer meegenomen. Deze zijn bij de gehanteerde disconteringsvoet echter ook te verwaarlozen.

Numico gebruikt intern al jarenlang een hoge disconteringsvoet, die niet direct is gerelateerd aan het CAPM dat bijvoorbeeld investeringsbanken hanteren, maar wordt bepaald door de rentevoet en een opslag. Het nauwkeurig berekenen van disconteringsvoeten heeft maar een beperkt nut. In woorden van de heer Van Veen: ‘Je kunt dan wel een β neer gaan zetten, maar dan kom je tot een schijnobjectiviteit’. De hoogte van de rendementseis is onafhankelijk van de onderneming of het land waarin wordt geïnvesteerd. Wel is het goed voorstelbaar, dat voor zeer risicovolle investeringen buiten Europa de disconteringsvoet wordt aangepast. Bij de Milupa-overname werd in dit kader overigens wel bezien, wat de gevolgen zouden zijn voor Nutricia's gemiddelde belastingvoet. Deze was indertijd 26% en leek weinig te veranderen. Verder zouden de financieringskosten en de solvabiliteit ook binnen het gewenste gebied blijven.

De voorspeltermijn staat in het softwareprogramma standaard op vijftien jaar, maar valt gemakkelijk te variëren. Uiteraard wordt de ontwikkeling van de rendementen ook na een beperktere periode van bijvoorbeeld vijf jaar relevant geacht. Verder worden vaak drie scenario's (optimistisch, verwacht en pessimistisch) doorgerekend. Ook de eigen technisch-economische modellen en de ad-hoc gemaakte financieringsmodellen bieden veel mogelijkheden voor (grafische) gevoeligheidsanalyses. Deze werden bij de Milupa-overname dan ook toegepast, om te bezien of er niet ineens vreemde uitschieters konden zijn. Tevens werd de bedrijfsvergelijking met deze analyses vergemakkelijkt. Ook waren de interne communicatie en de onderhandelingen met deze voorstellingen geholpen. Tenslotte konden hiermee voorgenomen operationele beslissingen worden ondersteund.

4 Investeringsselectiemethoden Nutricia

De indertijd door Nutricia gehanteerde financiële investeringsselectiemethoden waren divers. De synergie-effecten waren voor Nutricia belangrijk. Operationele en financiële kengetallen werden veel gebruikt. Het betrof bijvoorbeeld kosten per capaciteitsseenheid en 'return on sales'. Omdat het rendement op het werkzaam vermogen ('return on capital employed'; ROCE) jaarlijks voor alle bedrijven wordt gebudgetteerd en gerapporteerd, had dit kengetal eveneens veel nut. De terugverdientijd van de cash flows was ook van belang. De heer Van Berckelaer: 'Ja, dat zegt toch wel wat'. Tevens bood het gebruikte softwarepakket de mogelijkheid om terugverdientijden (TVT's) bij verschillende disconteringsvoeten in ogenschouw te nemen. Het intern rendement ('Internal Rate of Return'; IRR) kon zo eveneens worden bepaald. Ook speelden bepaalde financieringskengetallen, zoals de gearing en de rentedekking, bij de investeringsselectie een zekere rol. Tevens werd er naar winst per aandeel en de ontwikkeling van de koers/winst (K/W)verhouding gekeken.

Voor de verwerving van Milupa werd 820 miljoen Duitse mark (circa f 930 miljoen) betaald. Volgens president-directeur Van der Wielen was dit een koopje, gezien de mogelijkheden die het bedrijf bood: 'Als Milupa net zo was gerund als Nutricia, zou de waarde zeker 2,5 miljard zijn geweest' (Trouw, 25 augustus 1995). Wel vond hij de betaalde prijs redelijk: 'Wij zijn een hoogst winstgevende club en Milupa zit in de problemen' (NRC Handelsblad, 25 augustus 1995). Overigens zou de eigen winst per aandeel na de consolidatie per 1 oktober 1995 niet gaan dalen. Zo'n tweederde van de aankoop prijs ging op aan betaalde goodwill. Numico boekte betaalde goodwill indertijd direct ten laste van het eigen vermogen². Fiscaal afschrijfbaar goodwill, royalties en aftrekbare reorganisatielasten konden bij de Milupa-overname vijf jaar lang voordeel opleveren. Ter dekking van de kosten voor herstructurering van Milupa-bedrijven werd in 1995 een voorziening van f 119 miljoen gevormd.

5 Concluderende opmerkingen

In het voorgaande is de visie van de heer Van Berckelaer, hoofd van de afdeling Business Economics & Re-engineering (BER) van Numico en die van de heer Van Veen, voormalig vice-president van de onderneming, op de overname van de Milupa-activiteiten in 1995 aan de orde gekomen. Deze acquisitie, waardoor de omvang van het toenmalige Nutricia

met tweederde werd vergroot, was van bijzonder groot belang voor de onderneming. De overname rondde Nutricia's ontwikkeling sinds ongeveer 1980 tot een Europese speler in kindervoeding af en zorgde ervoor dat de continuïteit van de onderneming voor lange tijd gewaarborgd bleef. Enkele grote overnames in 1999 en 2000 in de Verenigde Staten, waaraan hier geen aandacht (meer) is geschonken, kenmerken de verdere uitbouw van het huidige Numico tot een wereldwijd sterke onderneming.

Op zichzelf bezien is de bovenstaande casus al wel interessant. Maar financieel-economische wetenschappers kunnen er ook minstens drie lessen uit trekken. Aan strategische aspecten van de Milupa-overname kon maar weinig aandacht worden besteed. Belangrijk in deze casus is echter dat strategie en financiën moeten sporen. Hiervoor is in de literatuur recent meer aandacht gekomen (Sirower, 1997; Grundy, 1998; Jansen en Van Heuvelen, 1999), zodat dit aspect hier nu schijnbaar kan blijven rusten. De opmerking van de heer Van Berckelaer over 'de business case eronder vandaan trekken', duidt echter op meer dan alleen het denken in termen van 'stand-alone' en 'synergie'-waarden. De lijn van *productiestrategie* naar financiën moet juist ook helder worden. Vanuit het waardemanagement denken, met zijn gerichtheid op processen van voortbrenging, wordt hiervoor al wel aandacht gevraagd. Concrete uitwerkingen lijken tot nu toe echter vooral te worden overgelaten aan consultants³.

Numico wil nauwgezet financieel modelleren. Dat spreekt financieel-economische wetenschappers wel aan. Maar ook hier is het zaak om goed te luisteren, als de heer Van Veen spreekt over 'rekenen als een boekhouder'. Het gaat er namelijk ook om dat, startend vanuit een boekhoudkundige optiek, een economische waardering wordt opgebouwd. Aandacht voor administratieve processen is dan vanzelfsprekend. Het wegens arbeidsverdeling tussen 'accountants' en 'economisten' doorgesneden lint tussen financiële administratie en financieel-economische theorie, moet worden hersteld, te beginnen met de basisleerboeken in onze (semi-)wetenschappelijke opleidingen. De financieel-economische wetenschap moet echter nog dieper door het stof. Het *dédain* waarmee 'folkloristische' boekhoudkundige selectiemethoden zoals marges, rendementen, rentedekkingen en koers/winstverhoudingen wel worden afgedaan, is misplaatst. Ze bieden nuttige informatie naast en bij het opbouwen van een economische calculatie (Holterman, 1993). En wie zou als Numico-directeur

na de aanslagen in Amerika niet even naar 'de K/W' kijken?

Terwijl Numico zegt nauwgezet financieel te willen modelleren, veroorlooft ze zich toch minstens één vereenvoudiging. Bij andere door de schrijver onderzochte cases zijn er ook diverse aangetroffen. Bij Numico gaat het hier om het vermijden van het toepassen van β -coëfficiënten. Als reden wordt hiervoor niet aangevoerd dat β 'dood' zou zijn (Fama en French, 1992). Moge dat voor beleggers eventueel gelden (dat is trouwens nog maar de vraag), de kernactiviteit van een onderneming is niet het selecteren van aandelen. Nee, er wordt juist door Numico geclaimd, dat β 's een schijnobjectiviteit opleveren. En inderdaad: wie in de krant kijkt, ziet β -coëfficiënten schommelen bij het leven. Vanwege hun kortetermijngerichtheid zijn deze dan ook alleen als indicaties relevant. Het gaat bij overnames immers over de lange termijn. Daar kunnen financieel-economische wetenschappers zich wel wat meer op richten. En als dat dan ook gebeurt, luisteren de Numico's van deze wereld vanzelf naar hen. ■

Literatuur

- Beek, Th. A. van, (1997), *Financiële beoordeling van productinnovatie*, Kluwer Bedrijfsinformatie, Deventer.
- Fama, E.F. en K.R. French, (1992), The Cross-Section of Expected Stock Returns, in: *The Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 2, June, pp. 427-465.
- Grundy, T., (1998), *Exploring Strategic Financial Management*, Prentice Hall Europe, Harlow.
- Holterman, W.G.M., (1993), *De waardering van niet-genoteerde aandelen: theorie en cases*, Rijkuniversiteit Groningen (proefschrift).
- Jansen, C.L.A. en D.P. van Heuvelen, (1999), *Synergie bij fusies en overnames*, Elsevier bedrijfsinformatie, Dordrecht.
- Rappaport, A., (1986), *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, The Free Press, New York.
- Sirower, M.L., (1997), *The Synergy Trap*, The Free Press, New York.
- Stewart, G.B., (1990), *The Quest for Value: The EVA Management Guide*, HarperBusiness, New York.
- Tempelaar, F.M., (1986), Het gezicht van de theorie van de ondernemingsfinanciering, in: *Maandblad voor Bedrijfsadministratie en -organisatie*, jaargang 90, nr. 1067, februari, pp. 30-32.
- Walsh, C., (1996), *Key management ratio's: how to analyze, compare and control the figures that drive company value*, Financial Times/Prentice Hall, Harlow.

Noten

- 1 Herstructuringslasten zijn aftrekbaar van de winst. Bij overnames kan de goodwill in bepaalde gevallen ook fiscaal aftrekbaar zijn. Bij de Milupa-overname speelde dit met name in Duitsland en Italië, waar activa-passiva constructies plaatsvonden. Deze zaken hadden bij de Milupa-overname geen invloed op de voorbereiding van de investeringsbeslissing.
- 2 Het vond echter 'that from a financial analysis point of view, capitalisation of goodwill may be important, in particular taking into account the application of such principles in many other countries' (Annual report 1998, p. 30).
- 3 Een noemenswaardige uitzondering wordt gevormd door het productinnovatie model van Van Beek (1997).